

## 制造业 PMI 继续回落

——国内宏观经济周报 1451 期（总 153 期）

### 核心要点:

- **资金面偏稳** 上周公开市场连续第十次空窗，资金面偏稳，货币市场利率仍处于相对较高的位置。12月31日央行公布数据显示，11月下旬曾三次以利率招标方式开展短期流动性调节工具（SL0）操作，交易量1660亿元资金。公开市场操作减少的同时，创新性流动性管理工具的使用频率却有所提高。目前看，本周乃至1月份公开市场都无到期资金，考虑到目前利率仍然相对偏高，且年初往往是资金供需旺季，预计央行仍将使用创新性流动性工具来保证资金供给，同时引导资金利率下行。  
12月31日，央行公布货币当局资产负债表数据显示，11月央行口径外汇占款余额减少了67.68亿元。此前，央行金融机构人民币信贷收支表显示，11月金融机构外汇占款增加21.7亿元。在资金流出压力下，为保证金融机构外汇需求，央行外汇占款余额有减少压力。由于外汇占款增长持续放缓，基础货币投放将更加依赖央行渠道。
- **农产品价格小幅上行** 农产品小幅回升，蔬菜价格小幅上行，猪肉价格仍然下跌。商务部重点监测的18种蔬菜平均批发价格比上一星期上涨1.2个百分点。寿光农产品物流园本周蔬菜价格定基指数为115.57点，比上周111.26点上扬4.32个百分点，环比涨幅3.9%。上周各地蔬菜需求量持续增加，物流园整体购买力增强，菜价普遍小幅上扬。另外，元旦临近，蔬菜采购量相对加大，也推动菜价上涨。猪肉价格下跌0.7个百分点，猪肉价格再次下行。本周全国出栏肉猪平均价格从上周的13.05跌至12.83元/公斤，同比跌幅至13.31%。全国仔猪价格均价从上周的16.44元/公斤反弹至16.56，较去年同期的22.28元/公斤下跌25.67%，三元仔猪价格至19.21元/公斤，继续保持在20元/公斤以下。近期生猪市场因猪病形势恶化出现抛售现象，生猪供应大于需求，猪价异常低迷，并且宏观经济形势通货紧缩明显，消费需求远低于预期，猪价在需求最高峰时依然下滑。我们计算得到蔬菜、鸡蛋、水产品、粮食、食用油和肉类上个星期上涨0.11个百分点，按照食品在CPI中比例，食品价格拉高CPI约0.03个百分点。
- **人行货币政策委员会召开四季度例会** 12月31日中国人民银行货币政策委员会2014年第四季度例会召开。分析当前国内经济金融形势时，去掉了“物价基本稳定”，添加了“经济结构调整出现积极变化”。对于国际形势，添加了“世界经济仍处于国际金融危机后的深度调整期”的判断，替换了三季度“国际经济形势和主要经济体货币政策出现分化”的措辞，另补充了“国际大宗商品价格波动等因素对全球经济和国际金融市场的影响加大。”对未来的货币政策操作，表述基本与三季度一致，仅添加了“更加注重松紧适度”。
- **制造业 PMI 继续回落** 12月中国官方制造业 PMI 降至 50.1%，为 2013 年 6 月以来最低。其中，新订单和生产量指数继续回落，对 PMI 拖累最大。全年来看，2014 年制造业 PMI 在 50 以上的扩张区域低速平缓运行，呈先升后降态势，7 月份达到年中高点 51.7 后便逐月回落，但波动不大。非制造业商务活动指数也是上半年偏强，下半年偏弱，近两月有所好转。12 月非制造业商务活动指数上升 0.2 个百分点至 54.1%，连续两月回升，主要受服务业和建筑业活动提振。
- **政府继续放权，改革稳步推进** 1 月 4 日国家发展改革委发布信息，国家发展改革委会同有关部门先后印发了 8 个文件，放开 24 项商品和服务价格，下放 1 项定价权限。这些价格管制的放开贯穿 2014 年，铁路货运价格的破冰早在 2014 年 4 月份就已经开始，放开价格的管制是贯彻落实党的十八届三中全会精神，完善主要由市场决定价格机制的具体体现。虽然涉及了方方面面的价格放开，但是其示范引导意味明显，并未带来快速实质的影响。可以说 2014 年是我国深化改革开始的尝试阶段，改革处于试水期，2015 年改革进度将要加快，各种价格放开也会越加深入。

### 首席经济学家



潘向东

☎: (8610) 8357 4197

✉

panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511120003

### 分析师



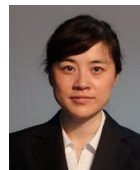
童英

☎: (8610) 8357 1303

✉: tongying\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512070001

### 特此鸣谢



许冬石

☎: (8610) 8357 4134

✉: xudongshi@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 近期银河宏观报告

《11月工业企业利润降幅扩大——国内宏观经济周报1450期》2014.12.28

《农产品价格季节性回升——国内宏观经济周报1449期》2014.12.22

《延续出清——2015年宏观报告》2014.12.17

《贷款需求逐季回落——国内宏观经济周报1436期》2014.9.22

《聚焦降低企业融资成本——国内宏观经济周报1428》2014.7.28

《“稳增长”措施渐行渐出——一季度宏观经济数据分析》2014.4.17

《缓慢出清——宏观经济2014年度报告》2013.12.26

### 国际经济

《美国三季度GDP增速超预期——国际经济周报第184期》2014.12.28

《俄罗斯违约风险上升——国际经济周报第183期》2014.12.22

国家	日期	时间或数据
中国	1月6日(周二)	12月汇丰服务业 PMI 终值
	1月8日(周四)	12月贸易帐户
	1月9日(周五)	12月 CPI 年率; PPI
	1月10日(周六)	12月 M2 货币供应年率
美国	1月6日(周二)	11月工厂订单月率; 12月 ISM 非制造业 PMI
	1月7日(周三)	11月贸易帐户; 12月 ADP 就业人数
	1月8日(周四)	美联储公布会议纪要; 1月3日当周初请失业金人数
	1月9日(周五)	12月失业率; 12月季调后非农就业人口
欧洲	1月5日(周一)	英国 12月建筑业 PMI; 德国 12月 CPI 年率初值
	1月6日(周二)	德、法、英、欧元区 12月服务业 PMI 终值
	1月7日(周三)	德 12月季调后失业人数; 欧元区 11月失业率、12月 CPI 年率初值;
	1月9日(周五)	英国 11月工业产出月率; 德国 11月末季调贸易账户

数据来源: 汇通网, FX168, 中国银河证券研究部

## 目录

● 资金面偏稳.....	2
● 央行货币政策委员会召开第四季度例会.....	3
● 农产品价格小幅上行.....	3
● 制造业 PMI 继续回落.....	4
● 政府继续放权, 改革稳步推进.....	5
附表 1: 主要的中国宏观经济数据.....	7

## 制造业 pmi 继续回落

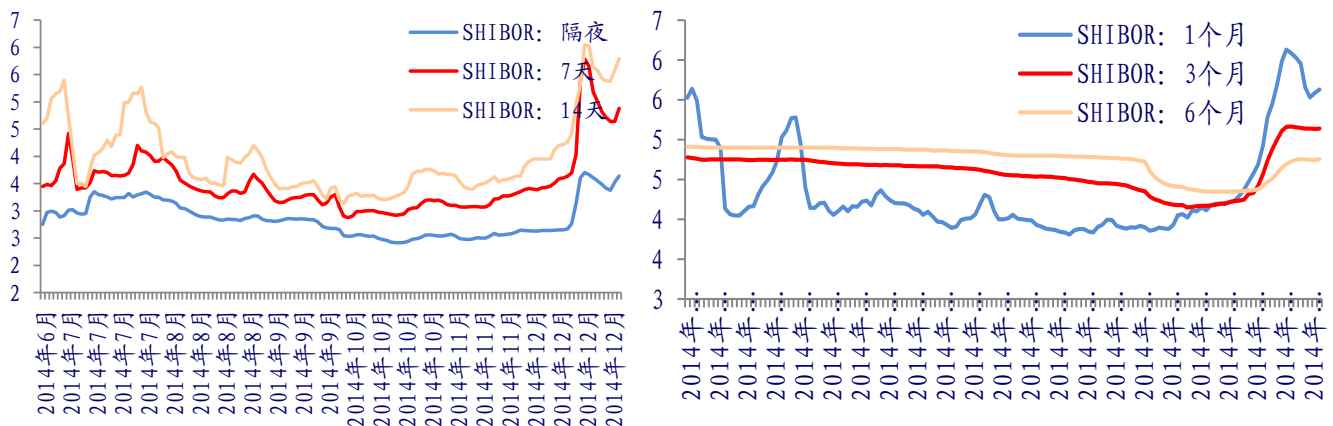
——国内宏观经济周报第 1451 期（2014.12.29-2015.1.4）

### ● 资金面偏稳

上周公开市场连续第十次空窗，资金面偏稳，整体仍处于相对较高的位置。具体的，隔夜、7天和14天期shibor上周分别上涨15bp、7bp和36bp至3.64%、4.883%和5.794%；1个月和3个月shibor分别回落33bp和1bp至5.629%和5.138%。票据直贴、转贴利率普遍回落25个基点。固定利率国债到期收益率继续保持回落，1年、3年、5年和10年期产品到期收益率分别回落6.03bp、5.47bp、2.31bp和1.2bp至3.2586%、3.3631%、3.5126%和3.6219%。

12月31日央行公布数据显示，11月下旬曾三次以利率招标方式开展短期流动性调节工具（SLO）操作，交易量1660亿元资金。公开市场操作减少的同时，创新性流动性管理工具的使用频率却有所提高。目前看，本周乃至1月份公开市场都无到期资金，考虑到目前利率仍处于相对偏高的位置，且年初往往是资金供需旺季，预计央行仍将使用创新性流动性工具来保证资金供给，同时引导资金利率下行。

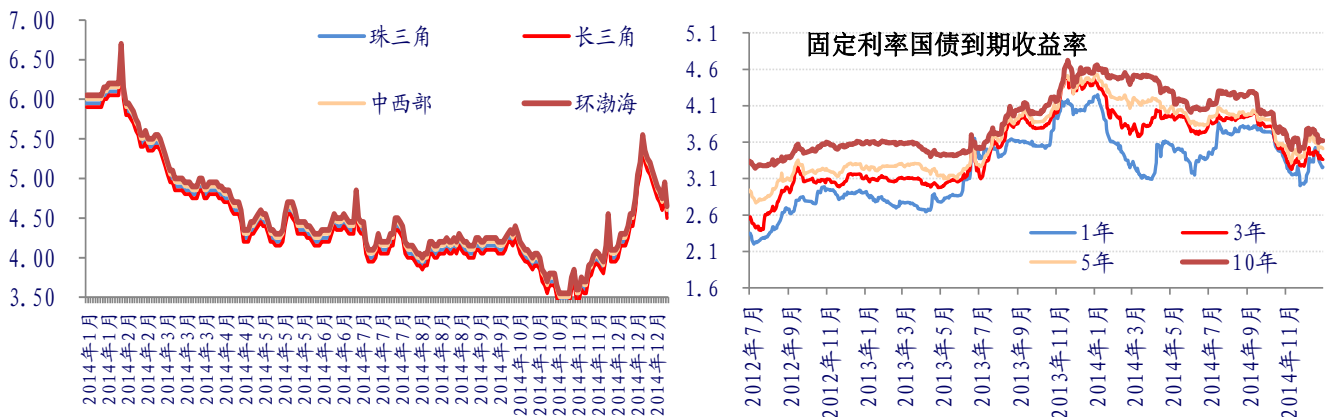
图 1：银行间利率仍处于相对较高位置



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

资料来源：Wind 中国银河证券研究部

图 2：票据贴现利率和国债到期收益率继续小幅回落



资料来源：Wind 中国银河证券研究部

## ● 央行货币政策委员会召开第四季度例会

12月31日中国人民银行货币政策委员会2014年第四季度例会召开。对于当前国内经济金融形势，四季度例会的表述中去掉了“物价基本稳定”，添加了“经济结构调整出现积极变化”。对于国际形势，添加了“世界经济仍处于国际金融危机后的深度调整期”的判断，替换了之前三季度“国际经济形势和主要经济体货币政策出现分化”的措辞，另补充了“国际大宗商品价格波动等因素对全球经济和国际金融市场的影响加大。”

对未来的货币政策操作，表述基本与三季度一致，仅加入了一句“更加注重松紧适度”，这句是中央经济工作会议对2015年货币政策的定调：“2015年继续实施稳健的货币政策，要更加注重松紧适度。”

12月31日，央行公布货币当局资产负债表数据显示，2014年11月末央行口径外汇占款余额减少了67.68亿元。此前，央行金融机构人民币信贷收支表显示，11月末金融机构外汇占款余额为29.52万亿元，当月增21.7亿元。在资金流出压力下，为保证金融机构外汇需求，央行外汇占款余额有减少压力。随着外汇占款增长放缓，基础货币投放将更加依赖央行渠道。

## ● 农产品价格小幅上行

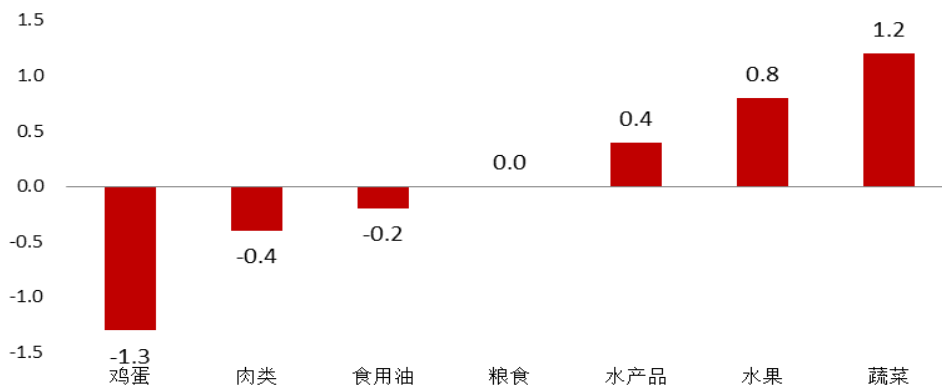
农产品小幅回升，蔬菜价格小幅上行，猪肉价格仍然下跌。按照商务部所给出的食品分类价格，我们计算得到蔬菜、鸡蛋、水产品、粮食、食用油和肉类比上一周上涨0.11个百分点，拉高CPI约0.03个百分点。由于商务部食品数据样本偏小，波动较大，故与统计局最后的结果会出现误差。

商务部重点监测的18种蔬菜平均批发价格比上一星期上涨1.2个百分点。寿光农产品物流园本周蔬菜价格定基指数为115.57点，比上周111.26点上扬4.32个百分点，环比涨幅3.9%。上周各地蔬菜需求量持续增加，物流园整体购买力增强，菜价普遍小幅上扬。另外，元旦临近，蔬菜采购量相对加大，也推动菜价上涨。

商务部显示鸡蛋零售价格上周下跌1.3%，受产蛋鸡存栏量增加以及鸡蛋消费需求平淡影响。猪肉价格下跌0.7个百分点，猪肉价格再次下行。本周全国出栏肉猪平均价格从上周的13.05跌至12.83元/公斤，同比跌幅至13.31%。全国仔猪价格均价从上周的16.44元/公斤反弹至16.56，较去年同期的22.28元/公斤下跌25.67%，三元仔猪价格至19.21元/公斤，继续保持在20元/公斤以下。近期生猪市场因猪病形势恶化出现抛售现象，生猪供应大于需求，猪价异常低迷，并且宏观经济形势通货紧缩明显，消费需求远低于预期，猪价在需求最高峰时依然下滑。

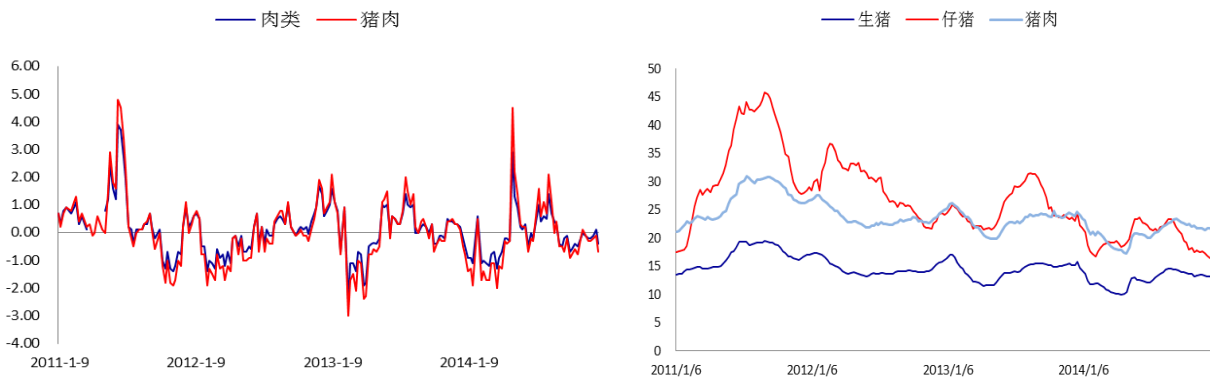
此外，粮食平均价格与上星期基本持平，食用油价格比上周下跌0.2个百分点。水果价格上涨，平均价格比上周上涨0.1个百分点。

图 3: 食品价格小幅上升 (单位: %)



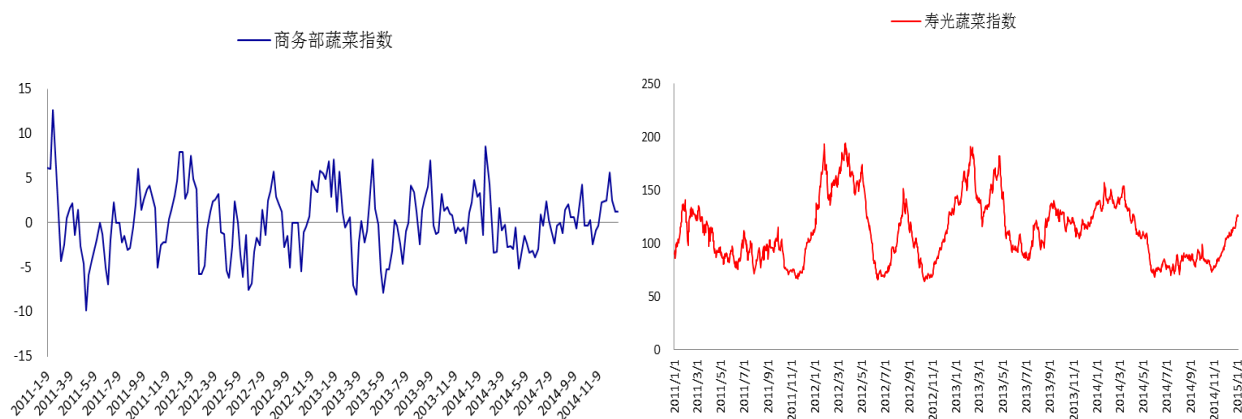
资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

图 4: 肉类价格回落 (左图单位: %)



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

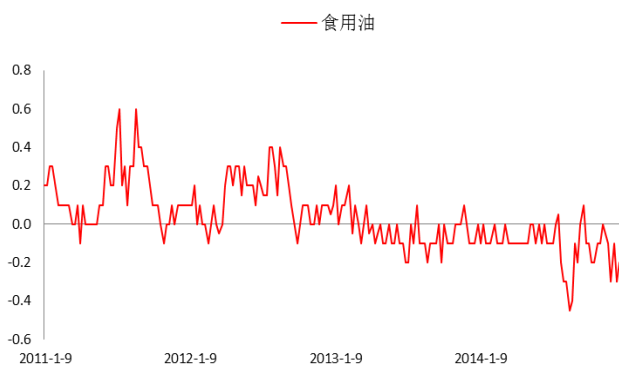
图 5: 蔬菜价格小幅上升 (单位: %)



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

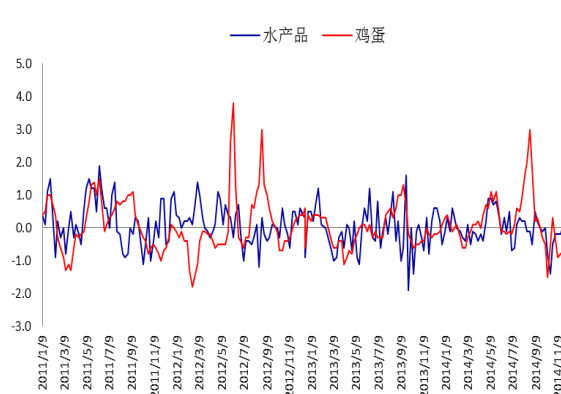
资料来源: 寿光蔬菜网 中国银河证券研究部

图 6: 食用油价格小幅下跌 (单位: %)



资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

鸡蛋价格下跌 (单位: %)



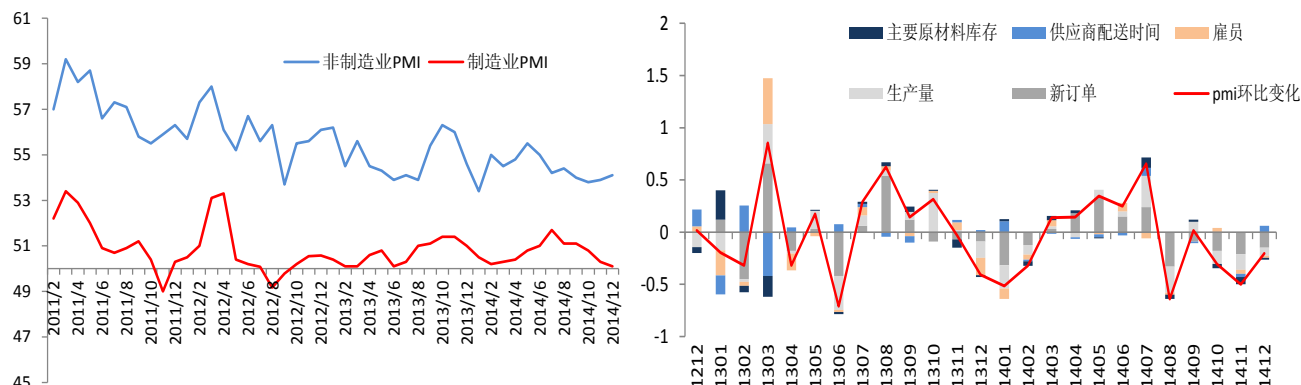
资料来源: 商务部 中国银河证券研究部

## ● 制造业 PMI 继续回落

12月中国官方制造业 PMI 降至 50.1%，为 2013 年 6 月以来最低。12 个分项指数中，除新出口订单指数、产成品库存指数、进口指数较上月有所提升外，其余各分项指数均有所回落，特别是新订单和生产量指数继续回落，对 PMI 拖累最大。全年来看，2014 年制造业 PMI 在 50 以上的扩张区域低速平缓运行，呈先升后降态势，7 月份达到年中高点 51.7 后便逐月回落，但波动不大。非制造业商务活动指数也是上半年偏强，下半年偏弱，近两月有所好转。12 月

非制造业商务活动指数上升 0.2 个百分点至 54.1%，连续两月回升，主要受服务业和建筑业活动提振。

图 7：制造业 PMI 继续缓慢回落，非制造业 PMI 小幅回升



资料来源：CFLP，中国银河证券研究部

新订单继续回落，进出口订单分项略有改善。12月官方制造业新订单分项下降 0.5 个百分点至 50.4%。出口订单和进口订单分项虽仍保持在荣枯线下，但均有所改善。2014 年最后一次国务院常务会议决定，进一步简政放权，完善出口退税机制，提高出口退税效率，降低企业生产经营成本，统筹稳增长和调结构。12月国外制造业 PMI 喜忧参半，显示外需复苏仍然坎坷。12月美国制造业活动扩张速度低于预期，但就业指数偏好。欧元区总体 PMI 不佳，法国和意大利数据疲弱，但德国制造业 PMI 重返扩张领域。预计未来出口增长偏稳，结构缓慢调整。

生产积极性保持低迷。12月生产指数下降 0.3 个百分点至 52.2，影响 PMI 回落 0.08 个百分点。相一致的是采购量指数下降 0.4 个百分点至 50.1。12月主要原材料购进价格指数继续大幅下滑 1.5 个百分点至 43.2%，主要受国际原油价格下滑冲击，也反映了制造业企业整体还处于去库存阶段。虽然 12月原材料库存指数下降 0.2 至 47.5，但产成品库存指数却小幅回升 0.6 个百分点至 47.8。下游需求的低迷将进一步减少补库存生产需求，从而加剧订单收缩。

分规模看，12月小企业景气度继续下滑，中大型企业偏稳。而大型企业 PMI 处于扩张区域内；中小型企业 PMI 则继续位于临界点以下，其中小型制造业企业 PMI 更较 11月下滑了 2.1 个百分点，反映小型制造业企业的生产经营加速恶化。虽然政策处处体现对中小微企业的倾斜，但从数据来看，中小微制造业的在转型等压力下仍面临较大困难，其市场活力暂未被激发出来。

行业来看，12月景气度有所改善的制造业行业不多，主要是偏消费类的服装鞋帽及化纤制造和橡胶塑料制品，还有与建筑相关的非金属矿物制品，设备类的交运和通信设备景气度相对较好。而通用设备、食品饮料、有色金属、石油加工和炼焦等行业景气度则明显下降。12月份全国钢铁行业 PMI 为 43.8，微幅回升，但主要是库存指数回升，而新订单、出厂价格、新出口订单指数均明显下降。31日国务院常务会议决定，对生产过程存在污染的含硼钢类产品取消退税，预计产能过剩行业景气度将保持低迷。

## ● 政府继续放权，改革稳步推进

1月4日国家发展改革委发布信息，国家发展改革委同有关部门先后印发了 8 个文件，放开 24 项商品和服务价格，下放 1 项定价权限。

一放开烟叶收购价格。放开烤烟、白肋烟、香料烟等各品种、各等级烟叶收购价格。烟叶价格放开后，我国农产品领域已没有政府定价项目，全部放开由市场形成价格。

一放开 4 项具备竞争条件的铁路运输价格放开铁路散货快运、铁路包裹运输价格，以及社会资本投资控股新建铁路的货物运价、客运专线旅客票价。

—放开国内民航货运价格和部分民航客运价格。全面放开民航国内航线货物运输价格；放开 101 条相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的短途航线旅客票价；对继续保留实行政府指导价的国内民航客运票价，改由航空运输企业按照国家制定的规则自主制定、调整基准票价。

—放开港口竞争性服务收费。放开集装箱装卸、国际客运码头作业等劳务性收费，以及船舶垃圾处理、供水等服务收费价格，由现行按作业环节单独设项收费改为包干收费、综合计收，不得另行对货主和旅客收取费用。

—放开民爆器材出厂价格。放开民爆器材出厂价格，取消民爆器材流通费率管理。

—放开 7 项专业服务价格。放开代办外国领事认证签证、证件密钥服务、海关统计资料及数据开发、商标注册等认证、涉外（台）经济贸易争议调解、土地价格评估、房地产价格评估等 7 项专业服务收费，为消费者提供了更多选择，鼓励社会资本进入相关领域。

—指导地方放开 9 项商品和服务价格。要求地方放开铁路客货运输延伸服务收费，邮政延伸服务收费和会计师服务、税务师服务、资产评估服务、房地产经纪服务、非保障性住房物业服务、住宅小区停车服务、部分律师服务等 9 项商品和服务价格，鼓励市场通过竞争提供优质价廉的多样化服务，拉动了消费，促进相关行业健康发展。

这些价格管制的放开贯穿 2014 年，铁路货运价格的破冰早在 2014 年 4 月份就已经开始，放开价格的管制是贯彻落实党的十八届三中全会精神，完善主要由市场决定价格机制的具体体现。

虽然涉及了方方面面的价格放开，但是其示范引导意味明显。例如对于烟叶价格的放开，我国农产品市场再也没有政府定价和政府指导价项目，虽然如此，但是由于烟叶的专卖制度并未改变，对卷烟的价格并不会产生影响。农产品市场虽然没有价格控制，但是国家陆续出台了最低收购价格、收储政策、农产品调控预案等等，对农产品市场的保护并未减弱，农产品的市场化道路复杂，要考虑的方面比较多。

再例如铁路货运价格的破冰，从认识层面上承认了铁路货运运输服务的一般商品属性，为了引进资本，也是为其他铁路货运价格改革提供示范作用。

可以说 2014 年是我国深化改革开始的尝试阶段，改革处于试水期，2015 年改革进度将要加快，各种价格放开也会越加深入。政府本身开始转型成监督机构，加强事中事后监管。一是防范价格异动，保护市场正常运行，二是从行政和司法手段加强市场建设，维护市场价格秩序。

附表 1: 主要的中国宏观经济数据

			月度						年度	
			14-June	14-July	14-Aug.	14-Sep.	14-Oct.	14-Nov.	2012	2013
经济增长										
GDP	当期	亿元	140,831			150,864			519,322	568,845
GDP	同比	%	7.5			7.3			7.7	7.7
GDP	季调环比	%	2.0			1.9			-	-
通货膨胀										
CPI	同比	%	2.3	2.3	2	1.6	1.6	1.4	2.6	2.6
食品 CPI	同比	%	3.7	3.6	3	2.3	2.5	2.3	4.8	4.7
非食品 CPI	同比	%	1.7	1.6	1.5	1.3	1.2	1	1.6	
PPI	同比	%	-1.1	-0.9	-1.2	-1.8	-2.2	-2.7	-1.7	-1.9
先行景气指数										
PMI	指数	%	51	51.7	51.1	51.1	50.8	50.3	-	-
汇丰 PMI	指数	%	50.7	51.7	50.2	50.2	50.4	50	-	-
工业										
工业增加值	同比	%	9.2	9	6.9	8	7.7	7.2	7.7	7.6
工业增加值	季调环比	%	0.77	0.68	0.2	0.91	0.52	0.52	-	-
工业企业利润										
利润总额	累计同比	%	11.4	11.7	10	7.9	6.7		5.3	12.2
零售										
社会消费品零售	同比	%	12.4	12.2	11.9	11.6	11.5	11.7	14.3	13.1
社会消费品零售	季调环比	%	0.96	0.86	0.89	0.85	0.98	0.89	-	-
投资										
固定资产投资	累计同比	%	17.3	17	16.5	16.1	15.9	15.8	20.6	19.6
固定资产投资	季调环比	%	1.37	0.75	0.96	0.77	1.64	1.02	-	-
房地产										
房地产开发投资	累计同比	%	14.1	13.7	13.5	12.5	12.4	11.9	16.2	19.8
商品房销售额	累计同比	%	-6.7	-8.2	-8.9	-8.9	-7.8	-7.8	10	26.3
土地购置面积	累计同比	%	-5.8	-4.8	-3.2	-4.6	1.2%	-14.5	-19.5	8.8
新开工面积	累计同比	%	-16.4	-12.8	-10.5	-9.3	-5.5%	-9	-7.3	13.5
对外贸易和投资										
出口	同比	%	6.3	14.5	9.4	15.3	11.6	4.7	7.9	7.85
进口	同比	%	4.8	-1.6	-2.4	7	4.6	-6.7	4.3	7.26
贸易盈余	当期	亿美元	315.64	473	498	309	454	544.7	2,311	2592
FDI	当期	亿美元							1,117	1176
国际收支										
外汇储备余额	余额	万亿美元	3.99			3.89			33,116	
财政										
公共财政收入	同比	%	8.8	6.9	6.1	6.3	9.4	9.1	12.8	10.1
公共财政支出	同比	%	26.1	9.6	6.2	9.1	-5.7	0.8	15.1	10.9
财政收支差额	当期	亿元	-3061	2405	-1095	-4073	3370	-2806	-8,502	-10,601
流动性及融资状况										
M2	同比	%	14.7	13.5	12.8	12.9	12.6	12.3	13.8	13.6
M1	同比	%	8.9	6.7	5.7	4.8	3.2	3.2	6.5	9.3
M0	同比	%	5.3	5.4	5.6	4.2			7.7	7.1
社会融资总量	当月值	万亿元	1.9	0.2731	0.9574	1.05	0.6627	1.15	15.76	17.3



新增存款	增量	亿元	37900	-19800	1080	<b>9243</b>	<b>-1866</b>	<b>6711</b>	108,100	125,600
新增贷款	增量	亿元	10800	3852	7025	<b>8540</b>	<b>5483</b>	<b>8527</b>	82,000	88,900
新增财政存款	增量	亿元	-3037	6804	992	<b>-3137</b>	<b>6837</b>	<b>229</b>	-1,974	5768
外汇占款变动	增量	亿元	-883	378.4	-311	<b>11.39</b>	<b>660.75</b>		4,946	
利率和准备金率										
1年期存款利率	期末	%	3	3	3	3	2.75	2.75	3	3
1年期贷款利率	期末	%	6	6	6	6	5.6	5.6	6	6
法定存款准备金率	期末	%	19.5	19.5	19.5	19	19	19	20	20
汇率										
人民币美元汇率	期末	元/美元	6.1528	6.1675	6.1647	<b>6.1526</b>	<b>6.1461</b>	<b>6.1345</b>	6.286	6.1050
名义有效汇率	当期	2010=100	110.99	111.52	113.42	<b>115.99</b>	<b>117.7</b>		-	-
实际有效汇率	当期	2010=100	114.03	114.82	116.68	<b>119.75</b>	<b>121.57</b>		-	-

数据来源: Wind, 中国银河证券研究部

## 作者介绍

---

**潘向东**，中国银河证券首席经济学家，曾任职中信建投证券和光大证券。2008 年获得第 7 届“远见杯”中国经济预测第二名，2014 年获得第 13 届“远见杯”中国经济预测第一名。连续四届获新财富最佳分析师。

**童英**，宏观经济研究员，北京大学光华管理学院应用经济系博士，2011 年 3 月加入中国银河证券研究部，主要负责宏观产业方面的研究。此前就职于光大证券研究所。

**许冬石**，宏观经济研究员，英国邓迪大学金融学博士，2010 年 11 月加入中国银河证券研究部，主要从事数据预测工作。

## 作者承诺

---

**潘向东、童英**具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)